

【Update Report】

| Company |

株式会社 駅探

Ekitan & Co., Ltd.

| Code |

3646 : 東証グロース
TSE GRT

CP&X Investment Research
主席シニアアナリスト

Senior Analyst

黒澤 真

Makoto Kurosawa

| Date of Issue |

04/04/2024

Ver : 20240403-1

CP&X

CP&X Investment Research

【Update Report】

地域マーケティングプラットフォームへの進化による
成長軌道への回復

【目標株価】

目標株価：620 円→700 円

【レーティング】

Strong Buy

レーティングを継続

【業績予想】

2024/3 期 (CP&X 予想)

売上高：4,031 百万円、EBITDA：132 百万円、
営業利益：▲9 百万円、経常利益：▲10 百万円、
当期純利益：▲600 百万円

(3/15/2024 現在)

【データ】

株価 (3/15)：390 円 時価総額：2,347 百万円
PBR (24/3 予想)：1.09 倍 配当利回り (24/3 予想)：0.0%
PER (24/3 期 CP&X)：n.a 倍 PER (25/3 期 CP&X)：19.05 倍

【テーマ・キーワード】

モバイルコンテンツ、インターネット広告、バーティカルメディア、旅行案内、
インバウンド、MaaS、AI、地域振興

地域マーケティングプラットフォームへの進化による 成長軌道への回復

同社は1997年に「駅前探検倶楽部」（旧東芝のIP事業推進室）でパソコンや携帯端末向けの鉄道を中心とする主要交通機関の乗換案内サービスに始まる。情報の領域を乗換案内から駅中へ、更には駅周辺へと拡大し、交通手段も鉄道からバス、航空など多様な交通手段へと広がってきている。乗換案内は無料サービスの台頭により有料会員が減少し、収益源の縮小が続いている。そこで、メディアとの連携や広告配信機能を加え、乗換エンジンで蓄積した資産を活用・強化し、地域軸に重手を置く「地域マーケティングプラットフォーム（RMP）」への進化を図る戦略を進めている。駅探ドットCOMのRMPへの進化が着実に始まっており、利益の成長軌道への回復に期待が高まっている。

同社は強固な財務体質でネットキャッシュポジションにあることを活かし、駅探ドットCOMの改革、進化のためにM&Aの活用や新規事業の立ち上げを積極化してきた。旅行ガイドブックやエリアマップ作成のラテラ・インターナショナル、広告配信のサークア、プラウドエンジンを買収し、バーティカルメディア「駅探 PICKS」、MaaS事業、M&A・インキュベーション事業などを立ち上げてきた。

今24/3期2Qまではチケットレス出張手配サービスの「BTOnline」のシステム改修コスト負担、サークアの広告配信規制による一時的なコスト負担により収益が一時的に悪化した。減損処理や固定費の削減を図ったことで3Qからは営業損益の黒字転換を達成している。

同社は今24/3期1-2Q決算の期初計画からの未達基調を受け、通期見通しを非開示とした。新中期経営計画で鉄道を中心とした情報とMaaSによる地方自治体を含む地域情報の融合とRMP構想による高い収益目標を掲げているが、その方向性には変わりはない。

CP&Xでは3Q決算までのフォローアップに伴い24/3期の業績予想を見直した結果、旅行ガイドブック作成のラテラ・インターナショナルの受注回復やプラウドエンジンの買収による広告配信の相乗効果などで売上高が従来予想に比べ高まってきたこと、コスト面ではチケットレス出張手配サービスの「BTOnline」のシステム改修コスト負担の一巡、減損処理に伴う固定費負担の軽減による効果と相まって、利益面も従来予想を上方修正する。来25/3期には営業損益は160百万円の黒字転換となり、26/3期の営業利益は350百万円、前年比133.3%増と成長軌道を取り戻すと予想する。

株価は営業損失計上の影響もあり23年12月25日には10年来の安値311円を付けたが、それを底に上昇基調にある。24/3期3Q（24年2月8日発表）に営業黒字転換となったことを受け、株価は390円前後を回復、短期的には27%前後の上昇となっている。CP&Xでは業績の見直しで微調整ではあるが上方修正となり、26/3期の予想ROEが9.9%前後まで回復する見込みである。26/3期までの3年間の営業利益の成長性が年率49.4%と高水準であることを考慮し、目標株価を700円（従来620円）に戻し、80%前後のアップサイドがあることから、レーティングはStrong Buy 継続とする。

<注目点>

- ポイント 1：今 24/3 期 3Q は 3 四半期ぶりの営業黒字に
- ポイント 2：広告配信プラットフォームの収益回復
- ポイント 3：地域マーケティングプラットフォーム（RMP）構想の進展
- ポイント 4：来 25/3 期からは RMP 構想の更なる強化策で成長軌道を回復
- ポイント 5：中期的には高い利益成長性

注目点 1：今 24/3 期 3Q は 3 四半期ぶりの営業黒字に

24/3 期 3Q は営業利益が 58 百万円だが 3 四半期ぶりの黒字を計上した。モビリティサポート事業では乗換案内の有料会員が減少する中で、チケットレス出張手配サービスの「BTOnline」でのシステム改修コスト負担が一巡し、ラテラ・インターナショナルの受注回復で本体の赤字の一部を相殺した。広告配信プラットフォーム事業では、21 年 8 月に改正薬機法の施行に伴う広告掲載基準の厳格化で収益が悪化していたサークアと、収益化が遅れていたバーティカルメディアの「駅探 PICKS」について減損処理（793 百万円）をした効果が発現した。

注目点 2：広告配信プラットフォームの収益回復

乗換案内サービス有料会員の減少から駅探ドットコム你再構築のために、サークアなどの買収による広告配信プラットフォーム事業を立ち上げてきた。サークアの不振、バーティカルメディアの「駅探 PICKS」の収益化の遅れから、22 年 11 月にプラウドエンジンの買収と手を打ってきた。この広告配信プラットフォーム事業も 24/3 期 3Q には 38 百万円のセグメント損益の黒字転換を実現している。今後はサークアとプラウドエンジンの相乗効果だけではなく、モビリティサポート事業との相乗効果による態勢強化が期待できよう。

加えて、新規に立ち上げた「M&A・インキュベーション事業」も先行費用負担を吸収し、セグメント利益は 1-2Q 累計の 13 百万円に対し、3Q では 20 百万円と収益貢献度が高まっている。

注目点 3：地域マーケティングプラットフォーム（RMP）構想の進展

RMP 構想ではメディア、広告配信に加え同社の持つ知見を活用したソリューション事業の三本柱による相乗効果が出始めている。

課題となる乗換案内では優待サービスなどメディアとの連携やプロモーションサービス（優待割引サービスの付与）を加えることができ、有料会員の減少に歯止めをかけることが可能となる。メディアでは「駅探 LOCAL」、「駅探おでかけラボ」の立ち上げによるハイブリッド化が図られ、地域軸のコンテンツを追加できるようになっている。

広告配信事業ではサークアで 22 年 9 月にレコメンド機能の充実が図られ、広告配信力が強化されたが、プラウドエンジンとのシナジーに加え地域軸での広告配信の余地も高まっている。

この結果、駅探ドットコムが外部メディアとの連携による情報ネットワーク化、相互リンク化を通して強化され、広告配信のアドネットワーク化による収益拡大の余地も増大しつつある。

注目点 4：来 25/3 期からは RMP 構想の更なる強化策で成長軌道を回復

以上のように、3Q から業績が持ち直し基調となった背景には、同社が目指すメディア、広告配信による相乗効果のある RMP 構想が機能し始めたことにある。乗換案内の駅探ドットコムは広告 PV 数が増加基調にあり、エアトリ、ナビタイムとのタイアップで新幹線チケットの購入機能を付与するなどの機能追加が図られている。会社は来 25/3 期に有料会員数が下げ止まりとなれば、赤字基調にある駅探単体の収益回復を期待できるとしており、戦略の有効性に自信が高まったとの印象が伺える。

広告配信事業ではクラウドエンジンでの人員増強が図られつつあり、サークアとの相乗効果も高まることになる。LINE アカウント連携の効果も出て来よう。24/3 期下期から同社が想定する RMP 構想によるプラットフォームの進化、強化策が業績として表れ始めるステージに来ている。

CP&X では 24/3 下半期の営業損益を従来の 3 百万円の黒字から 64 百万円の黒字に上方修正する。水準はまだ低いだが前年同期比では 52.4% の高い増益率になる格好だ。

注目点 5：中期的には高い利益成長性

CP&X では、中期的にも従来見通しから若干ではあるが上方修正する。来 25/3 期に営業損益は 120 百万円から 150 百万円への黒字転換となり、26/3 期の営業利益は 346 百万円から 350 百万円、前年比 133.3% 増に上方修正と成長軌道を取り戻す予想となる。23/3 期から 3 年間の利益成長性は 58.7% 増（従来 48.8% 増）の高い成長率となる。なお、会社は今後も M&A を積極的に活用する構えであるが、CP&X の新規業績モデルには新たな M&A や M&A・インキュベーション事業の収益拡大の効果は織り込んでいない。

駅探

3646 東証グロース TSE GRT

4/4/2024

<カタリスト>

- カタリスト 1：MaaS による地域情報発信ニーズの取り込み
- カタリスト 2：LINE などの活用による MaaS 型プロダクトの強化
- カタリスト 3：アフターコロナによる人流の回復
- カタリスト 4：中期的な戦略性と ROE の改善
- カタリスト 5：バリュエーション修正の余地大

カタリスト 1：MaaS による地域情報発信ニーズの取り込み

2020 年には新経営方針「From the Stations ～駅から始めよう～」を策定し、「駅探ドットコム」に広告配信事業を加え、バーティカルメディア「駅探 PICKS」や「駅探 LOCAL」の基盤整備をしてきた。その成否は各種業界をも巻き込んで開発が繰り返されている MaaS に注力し、駅からの基軸（現在は場所～場所への移動案内まで差別化）でのサービス展開の拡充に重点を置いている。国土交通省「共創モデル運行実証プロジェクト」の採択を受け北海道江差町エリアでの地域住民向け実証実験を行っており、23 年度も北海道江差町エリアでの地域住民向け MaaS の実証実験（通称「江差マース」）を行った。また、23 年 6 月 15 日から栃木県下野市にて運行されているデマンド交通「おでかけ号」の予約センターの業務効率化を目指し、AI デマンド交通配車システム「SAVS」と連携する自動音声案内型配車予約システムによる配車実証実験に参画している。

これらの成果は開発受託業務の拡大に加え、「地域マーケティングプラットフォーム」の事業展開の基盤強化に資することになる。東京モノレール向けに「移動前」「移動中」「移動後」の連続した広告接触を実現し、認知獲得を高めることを目的とした MaaS 型広告メニューの展開を開始している。2023 年 11 月 15 日からは福島県郡山市と地域公共交通活性化に係る協定を締結。道の駅周辺におけるイベント情報の「駅探 LOCAL」への配信を始めている。

カタリスト 2：LINE などの活用による MaaS 型プロダクトの強化

2023 年 11 月 13 日に LINE 公式アカウントを持つ「株式会社ライフックス」と業務提携を発表。「ライフックス」はユーザーの新規獲得からファン化まで最適なマーケティング施策をトータルでサポートするマーケティング事業会社であり、2023 年 11 月より CRM ソリューションを提供開始している。同社はそれを基点としたマーケティング企画、運用支援、BPO（ビジネス・プロセス・アウトソーシング）等の CRM ソリューションを共同で提供することになり、LINE の CRM ツールの共同開発も行うことになった。

この提携で子会社サークアの持つ機械学習／広告トラッキング／ダッシュボード管理の開発実績とその知見を活かした新たな広告配信サービスが加わることによる相乗効果が期待できる。この新サービスは 23 年 12 月から MaaS 型プロダクトとして同社顧客並びにライフックス顧客に提供している。

これと並行して、PR エンジンによる地方自治体、地域事業者向けのプロモーションサービスに注力する計画であり、MasS パッケージと合わせソリューションビジネスとして新規事業に育てる計画である。

カタリスト 3：アフターコロナによる人流の回復

同社の業績は有料会員の減少という構造的な問題もあるが、コロナ禍による人流の減少の影響も受けてきた。RMP 構想によるプラットフォームの進化、強化をするも、外部環境によりその戦略効果の発現のスピードや度合いが変わってくることは言うまでもない。コロナ禍から解放され、国内外の旅行、出張、インバウンドの拡大による人流が正常化し、インバウンドを中心とした訪日客の拡大は同社の事業にとってもフォロワーの風となる

旅行ガイドブックやエリアマップ作成のラテラ・インターナショナルでは受注が増加傾向にあり、今後はインバウンド向けサイトとのタイアップを含めたインバウンド需要への対応にも取り組む。出張関連ではチケットレス出張手配サービスの「BTOnline」のシステム改修が完了したことも、需要の回復に伴って効果を発揮しよう。エアトリ、ナビタイムとの連携により駅探ドットコムから新幹線チケットの購入が可能となっており、北陸新幹線の敦賀への延伸などと相まって少なからずプラスに作用しよう。

カタリスト 4：中期的な戦略性と ROE の改善

会社は今 24/3 期計画を公表していないが、RMP 構想実現のための戦略は具体的に示している。戦略の 1 つ目が駅探ドットコムの強化（メディア事業）、2 つ目が RMP エクステンション（メディア事業・広告配信事業）、3 つ目が PR エンジン&オプション（ソリューション事業）であり、この 3 戦略を柱に M&A を加えることで収益を拡大するというものだ。

駅探ドットコムには被リンクやインターネット旅行代理店の追加など、PV の引き上げによる単価上昇につながる施策が残されている。また、地域系メディアとのネットワーク化、提携地域系メディアとのリンクネットワーク化、相互リンク化の余地も大きい。その結果として、新規のソリューション事業の立ち上げも可能となる。

CP&X では 26/3 期の営業利益を 350 百万円、23/3 期から 3 年間の利益成長を 58.7%増と高い成長率を予想している。財務体質は強固であり、収益回復から事業拡大投資を継続してもネットキャッシュポジション（現預金が有利子負債額を上回る）を維持でき、ROE も 26/3 期には 9.9%まで高まると予想する。

カタリスト 5：バリュエーション修正の余地大

株価は23年11月17日に10年来の安値330円まで下がった後は戻り基調にあり、24/3期3Qの営業黒字転換の決算を発表後は390円台を回復している。現株価は底値から27%強の上昇となっており、来25/3期CP&Xの予想PERでも19倍とやや割高感がある。業績は成長経路を回復しつつあり、27/3期から会社の戦略に沿った成長軌道に入るとみられる。下記の様な強固な財務体質がM&Aによる拡大を後押しできる基盤と相まって、26/3期の予想ROEが9.9%まで回復する見込みであり、26/3期までの3年間の営業利益の成長性が年率49.4%であることを考慮するとバリュエーションの割高感は解消される。

23/12月末では手元流動性が1,378百万円(3月末1,424百万円)に対し、有利子負債は336百万円(3月末100百万円)のみであり、業績低迷を経ても10億円強のネットキャッシュポジションを維持している。同社はM&Aを積極的に取り入れ、ビジネスモデルの深化を図っているが、M&Aではキャッシュフロー重視の戦略をとり、減価償却費、のれん償却費前のEBITDAをKPIに採用しており、その戦略を継続する余力を持っている。前述の様に、今後の収益経路を回復する26/3期のROEは9.9%(23/3期は3.3%)に高まると予想される。

目標株価を700円(従来620円)に戻し、アップサイドが80%前後あることからレーティングはStrong Buy継続となる。この目標株価が達成された時でもPERは18.0倍であり、EV/EBITDAも6.58倍と22/3期までの年間高値ベースの株価でEV/EBITDAの平均値8.16倍下回る水準だ。

駅探

3646 東証グロース TSE GRT

4/4/2024

【業績推移】

<業績推移 駅探(3646)>

(単位：百万円、円、%)

	売上高	yoy	EBITDA	営業利益	yoy	経常利益	yoy	純利益	yoy	1株利益	1株配当	1株純資産
18/3期	2,936	0.9	600	503	-19.0	502	-19.0	317	-24.2	58.84	20.0	483.33
19/3期	3,035	3.4	581	480	-4.6	480	-4.4	291	-8.2	53.35	20.0	517.6
20/3期	2,864	-5.6	429	339	-29.4	341	-29.0	23	-92.1	4.30	20.0	502.15
21/3期	1,947	-32.0	249	188	-44.5	206	-39.6	124	439.1	22.56	20.0	514.71
22/3 1-2Q	1,549	53.4	155	63	34.0	64	3.1	30	20.6	5.44	0.0	506.02
22/3期	2,891	48.5	319	138	-26.6	140	-32.0	80	-35.5	14.56	14.0	515.26
23/3 1Q	770	-10.9	71	28	-33.5	30	-30.0	24	19.7	4.42		
23/3 2Q	759	10.8	82	35	73.5	35	67.2	24	136.7	4.43		
23/3 1-2Q	1,529	-1.2	153	63	0.8	65	2.0	48	62.3	8.85	0.0	502.71
23/3 3Q	844	47.8	47	-3	-	-7	-	89	2,206	15.41		
23/3 4Q	833	8.0	96	45	-29.7	46	-30.3	-48	-	-7.22		
23/3期	3,206	10.9	296	105	-23.9	104	-25.7	89	11.3	17.04	14.0	513.21
24/3 1Q	999	29.7	12	-42	-	-26	-	-25	-	-8.51		
24/3 2Q	942	24.1	25	-32	-	-45	-	-769	-	-155.40		
24/3 1-2Q	1,941	26.9	37	-74	-	-71	-	-794	-	-163.91	0.0	343.88
24/3 3Q	1,103	30.7	82	59	-	60	-	845	849.4	10.36		
24/3 会社(継続)	n.a		n.a	n.a		n.a		n.a		n.a		
24/3 CP&X(旧)	3,800	18.5	70	-71	-	-70	-	-800	-	-165.14	0.0	345.11
24/3 CP&X(新)	4,031	25.7	132	-10	-	-5	-	-750	-	-154.81	0.0	356.68
25/3 CP&X(旧)	3,930	3.4	193	120	-	130	-	80	-	16.54	10.0	351.65
25/3 CP&X(新)	4,520	12.1	223	150	-	160	-	99	-	20.47	10.0	367.15
26/3 CP&X(旧)	4,030	2.5	420	346	188.3	355	173.1	196	145.0	38.04	14.0	375.69
26/3 CP&X(新)	4,800	6.2	424	350	133.3	360	125.0	200	102.0	38.82	14.0	391.97

(2024.3.15)

(出所) 会社データ、CP&X

【バリュエーション】

駅探(3646)

バリュエーション	2020年3月期		2021年3月期		2022年3月期		2023年3月期 (前期)		2024年3月期 (今期)		2025年3月期		2026年3月期	
	Min	MAX	Min	MAX	Min	MAX	Min	MAX	Min	MAX	Min	MAX	Min	MAX
株価	341	1062	350	650	470	600	414	543	390	700		700		700
株価純資産倍率	0.68	2.11	0.68	1.26	0.91	1.16	0.81	1.06	1.09	1.96		1.91		1.79
株価収益率	79.30	246.98	15.51	28.81	32.28	41.21	24.30	31.87	-2.36	-4.24		34.20		18.03
配当利回り	5.87	1.88	5.71	3.08	2.98	2.33	3.38	2.58	0.00	0.00		1.43		2.00
EV/EBITDA	-0.88	5.96	3.41	10.05	4.73	6.98	5.33	7.44	6.73	18.10		11.61		6.58
PCFR	16.51	51.41	10.38	19.28	9.93	12.68	7.31	10.14	-3.11	-5.58		19.69		12.94

(2024.3.15)

レーティング基準について

以下の定義に基づいてレーティングを付与しています。

Strong Buy

今後1年以内に株価がTOPIXを30%以上アウトパフォームすると予想する

Buy

今後1年以内に株価がTOPIXを10%以上アウトパフォームすると予想する

Neutral

今後1年以内に株価がTOPIXを中心に±10%未満の変動と予想する

Sell

今後1年以内に株価がTOPIXを10%以上アンダーパフォームすると予想する

留意事項

本資料は、情報提供のみを目的として各種のデータに基づき作成したもので、投資勧誘を目的としたものではありません。また、この資料に記載された情報の正確性および完全性を保証するものでもありません。この資料に記載された意見や予測は、資料作成時点の見通しであり、予告なしに変更することがあります。株価の変動や、発行会社の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがありますので、投資に関する最終決定は、投資家ご自身の判断でなされるようお願いいたします。なお、CP&X Investment Research 及び、同関連会社の社員、役職員又はその家族はこの資料に掲載されている企業の証券を保有する可能性、取引する可能性があります。この資料の著作権は CP&X Investment Research に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。